

Uma semana, que começou complicada, até que acabou tranquila. Com isso, fechamos o mês de agosto com várias escoriações, mas com perspectivas positivas para frente. Como diria o antigo adágio português: *“entre mortos e feridos, salvaram-se todos”*. Portanto, vamos usar o Opinião de hoje para discutir as perspectivas de crescimento após a divulgação do PIB brasileiros no 2º trimestre, levando em consideração como a escalada recente do Dólar pode impactar a queda dos juros por parte do BCB e como o cenário externo pode piorar ou aliviar esse cenário.

Mais uma vez começando com o que acontece lá fora, alguns problemas pioraram, outros melhoraram e novos apareceram, mas, dois merecem uma atenção especial: a Guerra Comercial entre a China e os EUA e a crise na Argentina;

Como dissemos na semana passada, a grande novidade nas recentes relações sino-americanas foi a mudança de postura dos chineses que, de uma estratégia claramente defensiva, de reação aos tweets de Donald Trump, passaram para a ofensiva. A imposição de novas tarifas sobre os produtos americanos, mesmo após Trump ter reduzido o tom, dentro da sua política de *“morde e assopra”*, foi, realmente, uma surpresa que aumentou a volatilidade dos mercados. Entretanto, às vésperas da entrada em vigor das novas tarifas americanas sobre vários produtos chineses e da China sobre vários produtos dos EUA, tivemos mais um relaxamento nas tensões, com declarações, de parte a parte, na direção da retomada do diálogo. Portanto, apesar do tempo exíguo (a data para o início das tarifações recíprocas é 1º de setembro), podemos ter surpresas nos próximos dois dias que levariam os mercados a mais uma onda de otimismo, como a vista nos últimos 3 dias dessa semana. Mas, apesar das notícias mais recentes terem sido positivas, devemos reforçar a nossa previsão de que não devemos esperar qualquer solução para essa Guerra Comercial até as eleições americanas, continuando, na melhor das hipóteses, acompanhando a estratégia do *“morde e assopra”* que, agora, parece ser a dominante em ambos os lados.

Se a questão da Guerra Comercial teve algum alívio durante a semana, a crise Argentina subiu um patamar. Apesar do eufemismo de chamar o que aconteceu nessa semana de “reperfilamento” da dívida, o que na verdade aconteceu foi um calote camuflado de alongamento dos vencimentos. Obviamente que ninguém achava que os argentinos escapariam de algo semelhante, fosse voluntariamente, como ocorreu agora, ou de forma compulsória quando as suas reservas cambiais acabassem. Entretanto, a despeito da inevitabilidade do fato, ele abre a “caixa de pandora” do calote e suscita no mercado a questão de quais serão os próximos passos. Além disso, deveremos acompanhar o comportamento do FMI que dependendo do caso, pode ser a pá de cal na esperança de uma negociação organizada na dívida argentina. Para nós, nesse momento, o maior impacto está se dando no mercado cambial, onde o Real está sofrendo mais do que as demais moedas emergentes, não porque estamos sendo comprados com a Argentina, mas por que, para cobrir os prejuízos com o país vizinho, os investidores acabam se desfazendo de ativos por aqui, onde o mercado é mais líquido. Infelizmente, assim como na questão da Guerra Comercial, não devemos esperar algum tipo de alívio no curto prazo. Na melhor das hipóteses, poderíamos esperar que o grosso do movimento de “zeragem” dos ativos já tenha passado.

Para nós não há dúvida de que, mesmo com todos os problemas supracitados, o Real está subvalorizado. Mas, independentemente da nossa percepção de que o Dólar deveria estar mais próximo de R\$ 4,00 do que de R\$ 4,15, essa recente desvalorização da moeda brasileira reacende a discussão de qual o espaço o BCB teria para reduzir os juros.

A regra de ouro do mercado quanto ao impacto da desvalorização cambial sobre a inflação, era de que, a cada 10% de perda de valor do Real frente ao Dólar, teríamos 0,4 p.p. de alta na

inflação futura. Portanto, considerando que, desde meados de julho, quando o câmbio chegou a R\$/USD3,72, até agora, quando chegamos a algo próximo de R\$/USD4,15, a desvalorização acumulada chegou a 11,6%, poderíamos esperar que, nos próximos meses o IPCA ficasse 0,46 p.p. maior. Ou seja, se a expectativa de inflação para os anos de 2019 e 2020 está entre 3,80% e 4,00%, haveria um deslocamento desse intervalo para algo entre 4,00% e 4,40%, acima, portanto, da meta para o ano que vem (4,00%). Entretanto, essa regra de ouro serve para situações normais, quando a economia está crescendo próximo do seu potencial e não quando temos uma capacidade ociosa nos níveis atuais. Para verificar se isso é verdadeiro, fizemos simulações para vários níveis de câmbio até o limite de R\$/USD 4,30, o que representaria uma desvalorização de 15,6% e, portanto, um impacto adicional sobre o IPCA de 0,62 p.p., no caso de valer a tal regra de ouro. Para as demais variáveis, consideramos os dados projetados pelo boletim Focus, inclusive com os juros em 5,00% para o final de 2019 e de 5,25% para 2020.

Feito isso, chegamos que para o final do ano que vem, o modelo indicaria, mesmo com o Dólar a R\$ 4,30, um IPCA de 4,02%, ou seja, ao redor da meta. Portanto, a conclusão a que chegamos é que, a recente desvalorização cambial não seria motivo para o BCB pensar em interromper, ou mesmo reduzir, o ritmo de corte da taxa de juros. Indo além, dado o tamanho da ociosidade da economia brasileira, parece que somente após o Dólar atingir níveis acima de R\$ 4,30, ele poderia começar a pensar em reduzir os juros para níveis maiores do que os 5,00% que o Focus projeta para o final de 2019. Interromper a queda? Nem pensar.

Com os juros caindo de 14,25% para 6,00% e a economia continuando a patinar, sempre vem à mente o pensamento de que a política monetária não está funcionando. Portanto, para aqueles que acreditam nos fundamentos econômicos tradicionais, o resultado do PIB do 2º

trimestre do ano trouxe um alento. Não porque o crescimento de 0,4%, com relação ao trimestre anterior, tenha surpreendido boa parte do mercado (a mediana do mercado era de um crescimento de 0,2%), mas por conta de dois números específicos: o primeiro crescimento da Construção Civil em 20 trimestres e o bom desempenho dos bens de capital. Mesmo não tendo o condão de trazer sozinhos a esperança de uma recuperação mais rápida do PIB, esses resultados indicam que a redução dos juros tem sim impactos sobre a economia, sensibilizando setores nos quais essa variável é determinante, além de serem importantes para aumentar a esperança de melhoras no mercado de trabalho (via setor de construção civil) e de crescimento da produtividade (via crescimento dos bens de capital).

Se tivemos essas boas notícias específicas, no geral, o resultado não mudou a percepção de que a recuperação da economia brasileira continua anêmica. Para ver isso, basta observar que o PIB acumulado em 4^a trimestres (o que poderia ser considerado a evolução trimestral do PIB anual), está estável ao redor de 1,0% nos últimos 3 trimestres e sem perspectivas de mudança de cenário no curto prazo. Entretanto, por outro lado, esse número mais forte no 2^o trimestre, reduz a chance de que o resultado do final de 2019 fique próximo de 0,50%, reforçando a nossa projeção ao redor de 0,80% com viés de alta. Falando em números, se o crescimento do 2^o semestre como um todo for zero, o PIB fecha o ano em 0,60%, como acreditamos que isso seja pouco provável, ficamos bem confortáveis com a nossa projeção.

O mês de agosto acabou e certamente estamos em um cenário mais incerto do que estávamos ao final de julho. O mundo está mais volátil com a intensificação da Guerra Comercial e a piora do cenário na Argentina enquanto, por aqui, as confusões a respeito da Amazônia não ajudam em nada. Entretanto, como vimos, nem tudo foi ruim. A inflação continua dando mostras de que está sob controle (tanto que reduzimos a nossa projeção para 2019 de 3,8%

para 3,6%), o que, associado com uma capacidade ociosa ainda grande, a despeito do último dado do PIB ter vindo melhor do que o esperado, garante a redução das taxas de juros nas próximas reuniões do COPOM, mesmo com a recente desvalorização do Real.

Projeção		
	2019	2020
IPCA (%)	3,60	4,00
Câmbio (eop R\$/US\$)	3,75	4,00
Selic (eop %)	5,25	5,50
PIB (%)	0.8	2,50

Este material possui cunho meramente informativo, não constituindo qualquer tipo de oferta, convite, proposta ou aconselhamento por parte do Banco ABC Brasil S.A. (“Banco”) aos seus destinatários para quaisquer fins, inclusive, mas não limitado, à contratação ou não de operações financeiras, negócios ou investimentos, bem como quanto ao desenvolvimento por estes, ou não, de quaisquer estratégias correlatas. O envio deste material aos seus destinatários se dá de forma gratuita e por mera liberalidade do Banco, não se configurando como qualquer tipo de produto ou prestação de serviços por parte deste, ao qual fica reservado o direito de descontinuar o envio destas informações a qualquer tempo e sem qualquer tipo de aviso prévio a seus destinatários. As informações contidas neste material foram obtidas de fontes públicas e consideradas razoavelmente apuradas na data de sua divulgação. O Banco não confere aos destinatários deste material qualquer espécie de garantia, direito ou pretensão no que se refere às informações ora apresentadas, bem como quanto à sua exatidão, completude, isenção, confiabilidade ou atualização. Quaisquer decisões, contratações, investimentos, negócios ou estratégias, relacionadas ou não às informações ora apresentadas, deverão ser adotadas, efetuadas ou desenvolvidas pelos destinatários deste material exclusivamente de acordo com seus critérios de avaliação próprios e sob sua integral responsabilidade, com base nas informações por estes obtidas de forma independente e de acordo com a análise e opinião de seus consultores, analistas e administradores próprios. O Banco não será responsável, perante os destinatários deste material ou quaisquer terceiros, por qualquer forma de utilização das informações ora apresentadas, bem como por quaisquer perdas diretas, indiretas ou quaisquer tipos de prejuízos e/ou lucros cessantes que possam ser decorrentes do uso deste conteúdo. Este material e as informações dele constantes somente poderão ser reproduzidos, divulgados ou redistribuídos com a expressa anuência por escrito do Banco. Este material não se constitui, e não deve ser interpretado, para quaisquer fins, como relatório de análise nos termos do artigo 1º da Instrução CVM n.º 483, de 06 de Julho de 2010.